

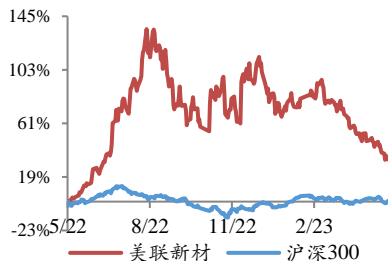
# 传统业务业绩承压，钠电+隔膜业务放量在即

**投资评级：买入（维持）**

报告日期：2023-05-04

收盘价(元)	10.76
近12个月最高/最低(元)	19.00/8.10
总股本(百万股)	710
流通股本(百万股)	534
流通股比例(%)	75.16
总市值(亿元)	76
流通市值(亿元)	57

## 公司价格与沪深300走势比较



分析师：陈晓

执业证书号：S0010520050001

邮箱：chenxiao@hazq.com

## 相关报告

- 1.美联新材深度报告：强竞争力塑造隔膜新星，降本增利扩产业绩释放 2022-7-27
- 2.中报点评：主业巩固向好利润大增，隔膜加速放量不负众望 2022-08-22
- 3.点评：前瞻性布局半固态锂电隔膜，打造平台化优势 2022-08-24
- 4.点评：合作钠电正极材料，强执行力纵向延伸强化优势 2022-09-18
- 5.三季报点评：隔膜产能落地逐步放量，高票赋拓展钠电享红利 2022-10-26
- 6.点评：强票赋拥抱产业合作，布局钠电打造新增长极 2022-11-16
- 7.点评：洞察趋势强化产业链布局，盈利水平边际向好 2022-11-21
- 8.点评：打造钠电普鲁士龙头，上下游合作证明可行性经济性 2023-1-7
- 9.年报预告点评：主业业绩高增，隔膜加速放量，打造钠电普鲁士龙头 2023-1-17
- 10.年报点评：业绩高增，隔膜放量在即，闭环布局打造钠电龙头 2023-03-29

## 主要观点：

### ● 事件：公司公布 2023 一季度报告

23Q1 公司实现营业收入 5.24 亿元，同比下降 14.10%；归母净利 0.54 亿元，同比下降 40.66%；扣非净利 0.51 亿元，同比下降 42.70%，报告期内公司营业收入减少，综合毛利率下降拖累业绩。

### ● 色母粒业务承压，三聚氰氨仍贡献主要业绩

1) **色母粒**：预计 23Q1 公司色母粒业务承压，毛利有所下滑，系下游塑料制品、薄膜需求不振。公司有 4 条功能母粒及 1 条生物基可降解母粒生产线在建，达产后可释放 3.63 万吨功能母粒及生物基可降解母粒产能。2) **三聚氰氨**：Q4 为三聚氰氨销售旺季，23Q1 三聚氰氨业务表现环比或有下滑，考虑到公司较为领先的行业地位及供给壁垒，预计三聚氰氨业务仍贡献主要业绩。

### ● 隔膜业务不断拓展客户，产能布局稳步落地，贡献业绩在即

受隔膜认证周期较长影响公司产能 22Q4 开始逐步释放，23Q1 锂电产业链景气下行，公司隔膜业务或有承压。当前公司正不断拓展客户，已与保力新、深圳膜登等电池厂商达成合作，随客户拓展且验证完成后隔膜业务将贡献业绩。公司现有 3 亿 m<sup>2</sup> 湿法隔膜产能建成投产，23 年或将新增 4 亿 m<sup>2</sup> 产能，共规划 13 亿 m<sup>2</sup> 产能。

### ● 多方合作闭环布局钠电产业链，打造普鲁士体系龙头

**上游原材料端**子公司营创三征 30 万吨氯化钠产能提供原料支持，一体化利于保供同时降低成本。**正负极材料端**与七彩化学成立合资公司美彩新材建设年产 18 万吨电池级普鲁士蓝(白)项目；与星空钠电绑定合作吸收其技术专利，成功攻破了普鲁士蓝电池结晶水难题；公司计划以 1.26 亿元收购辉虹科技 100% 股权，并推进现有车间技术改造，技改完成后将实现 5600 吨电池级普鲁士蓝(白)产能，截至已拥有约 600 吨产能，预计二季度实现产业化。**下游电池端**与湖南立方新能源战略合作推进普鲁士钠电产业化，战略合作开拓下游应用验证钠电池普鲁士路线可行性与经济性。

● **投资建议**：预计公司 23/24/25 归母净利润至 3.48/5.47/7.62 亿元(前值 4.11/5.84/8.5 亿元)，对应 P/E 为 22x/14x/10x，维持“买入”评级。

● **风险提示**：新能源车发展不及预期；产能扩张产品开发不及预期；材料价格波动等。

### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2399	3067	4085	5843
收入同比(%)	27.5%	27.9%	33.2%	43.1%
归属母公司净利润	317	348	547	762
净利润同比(%)	401.1%	9.7%	57.3%	39.3%
毛利率(%)	33.7%	32.1%	34.5%	34.7%
ROE(%)	19.7%	17.8%	21.9%	23.4%
每股收益(元)	0.60	0.49	0.77	1.07
P/E	28.94	21.96	13.96	10.02
P/B	5.71	3.91	3.05	2.34
EV/EBITDA	13.08	9.01	5.86	4.07

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1289	1526	2262	3271	<b>营业收入</b>	2399	3067	4085	5843
现金	444	338	687	1094	营业成本	1591	2081	2677	3817
应收账款	210	407	416	758	营业税金及附加	22	28	37	56
其他应收款	2	1	3	3	销售费用	23	44	25	53
预付账款	30	62	80	114	管理费用	92	161	200	292
存货	277	185	410	438	财务费用	17	11	12	1
其他流动资产	325	533	665	863	资产减值损失	-7	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1719	2095	2426	2712	公允价值变动收益	-1	0	0	0
长期投资	121	121	121	121	投资净收益	12	15	16	23
固定资产	1152	1399	1552	1659	<b>营业利润</b>	565	616	991	1348
无形资产	169	190	211	232	营业外收入	1	6	11	9
其他非流动资产	277	385	543	701	营业外支出	3	5	3	2
<b>资产总计</b>	3008	3621	4688	5983	<b>利润总额</b>	562	617	999	1356
<b>流动负债</b>	616	754	952	1087	所得税	62	62	90	136
短期借款	162	152	272	2	<b>净利润</b>	501	555	909	1220
应付账款	225	179	341	401	少数股东损益	184	208	361	458
其他流动负债	229	422	339	684	<b>归属母公司净利润</b>	317	348	547	762
<b>非流动负债</b>	465	385	345	285	EBITDA	714	867	1287	1671
长期借款	186	156	146	116	EPS (元)	0.60	0.49	0.77	1.07
其他非流动负债	279	229	199	169					
<b>负债合计</b>	1081	1139	1297	1372					
少数股东权益	319	527	888	1346					
股本	525	688	688	688					
资本公积	404	240	240	240					
留存收益	679	1026	1574	2336					
归属母公司股东权益	1607	1955	2503	3265					
<b>负债和股东权益</b>	3008	3621	4688	5983					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	628	625	902	1358	<b>成长能力</b>				
净利润	501	555	909	1220	营业收入	27.5%	27.9%	33.2%	43.1%
折旧摊销	144	262	307	352	营业利润	368.5%	9.0%	60.8%	36.1%
财务费用	26	20	19	14	归属于母公司净利	401.1%	9.7%	57.3%	39.3%
投资损失	-14	-15	-16	-23	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-28	-193	-305	-195	毛利率 (%)	33.7%	32.1%	34.5%	34.7%
其他经营现金流	529	744	1203	1404	净利率 (%)	13.2%	11.3%	13.4%	13.0%
<b>投资活动现金流</b>	-400	-622	-614	-607	ROE (%)	19.7%	17.8%	21.9%	23.4%
资本支出	-377	-629	-622	-623	ROIC (%)	20.1%	18.2%	22.4%	24.4%
长期投资	-29	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	6	7	8	15	资产负债率 (%)	35.9%	31.5%	27.7%	22.9%
<b>筹资活动现金流</b>	-107	-110	61	-344	净负债比率 (%)	56.1%	45.9%	38.3%	29.8%
短期借款	2	-10	120	-270	流动比率	2.09	2.02	2.38	3.01
长期借款	43	-30	-10	-30	速动比率	1.24	1.35	1.55	2.19
普通股增加	0	164	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	14	-164	0	0	总资产周转率	0.87	0.93	0.98	1.10
其他筹资现金流	-166	-70	-49	-44	应收账款周转率	12.09	10.00	10.00	10.00
<b>现金净增加额</b>	125	-107	350	406	应付账款周转率	8.48	10.29	10.29	10.29

每股指标 (元)				
每股收益	0.60	0.49	0.77	1.07
每股经营现金流薄)	0.89	0.88	1.27	1.91
每股净资产	3.06	2.75	3.53	4.60

估值比率				
P/E	28.94	21.96	13.96	10.02
P/B	5.71	3.91	3.05	2.34
EV/EBITDA	13.08	9.01	5.86	4.07

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介 华安证券新能源与汽车研究组：覆盖电新与汽车行业

**陈晓：**华安证券新能源与汽车首席分析师，十年汽车行业从业经验，经历整车厂及零部件供应商，德国大众、大众中国、泰科电子。

**牛义杰：**新南威尔士大学经济与金融硕士，曾任职于银行总行授信审批部，一年行业研究经验，覆盖锂电产业链。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。